



## A EFICIÊNCIA ECONÔMICA DA RESPONSABILIDADE NAS SOCIEDADES LIMITADAS: ALGUMAS CONSIDERAÇÕES EM ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

### ECONOMIC EFFICIENCY ON LIMITED LIABILITY COMPANIES: SOME CONSIDERATIONS ON ECONOMIC ANALYSIS OF LAW

<sup>1</sup> Martinho Martins Botelho

#### RESUMO

O artigo apresenta, sucintamente, a linha teórica da eficiência da sociedade limitada sob a ótica a Análise Econômica do Direito (AED), averiguando, inicialmente, a questão da responsabilidade limitada, sob o crivo da teoria *pro-rata* e do modelo administrador-investidor. Retrata-se a responsabilidade civil dos administradores das sociedades constituídas sob a forma de sociedade limitada. Posteriormente, a abordagem é feita por meio da análise da primeira geração da teoria da agência (incentivos contratuais administrador-investidor), da hipótese de irrelevância de Modigliani-Miller, e as estruturas de propriedade ótima.

**PALAVRAS-CHAVE:** Eficiência econômica; Teoria da agência; Modelo administrador-investidor; Teoria *pro-rata*; Responsabilidade limitada

#### ABSTRACT

This paper presents briefly a theoretical approach about limited efficiency from the perspective Economic Analysis of Law (EAL) of the limited liability company by examining initially the question of limited liability, under the scrutiny of the *pro-rata* theory and model manager-investor. It approaches the liability of directors of corporations incorporated in the form of a limited company. Subsequently, its theoretical approaches are about the analysis of the first generation of agency theory (contract manager-investor incentives), the hypothesis of Modigliani-Miller irrelevance, and structures of great property.

**KEYWORDS:** Economic efficiency; Agency theory; *Pro-rata* theory; Manager-managed model; Limited liability

<sup>1</sup> Doutor em Integração da América Latina pela Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, SP, (Brasil). Doutor em Teoria Econômica pela Universidade Estadual de Maringá – UEM, Paraná, PR. Professor do PPGD/Uninter. Professor das Faculdades Integradas Santa Cruz em Curitiba - FARESC, Paraná, PR, (Brasil). Advogado e economista. E-mail: [martinho.botelho@yahoo.com.br](mailto:martinho.botelho@yahoo.com.br).

## 1. INTRODUÇÃO

Apesar de ser um método/ou ramo do conhecimento com extensa envergadura teórica, a Análise Econômica do Direito, no Brasil, ainda não é suficientemente conhecida no corpo dos juristas em geral, mesmo que seja indubitável o seu crescimento e influência nos juristas “abertos a visões não-tradicionais”.

Ainda assim, os “juristas tradicionais” acabam não enxergando a Análise Econômica do Direito (AED) com bons olhos, sendo que, com isso, ainda existe uma má fama entre os críticos e não-compreendedores do seu método.

A questão é que a AED vem causando uma modificação na ortodoxia no campo de conhecimento jurídico.

O presente trabalho tem a finalidade de representar uma breve contribuição ao operador jurídico por meio do método analítico econômico do direito, podendo ser útil (ou até complexo, duvidoso, apaixonante, entre outros), mas, provocador, certamente.

A disciplina da AED, metodologicamente, procura utilizar ferramentas teóricas da seara microeconômica (ou até macroeconômica) para a avaliação da eficiência das instituições normativas (BOTELHO, WINTER, 2014; BOTELHO, 2016).

Nesse sentido, Santos Pastor Prieto e Jesús Pintos (2000, p. 21) concebem a AED como um campo do conhecimento que, representa, essencialmente, a aplicação dos princípios da análise teórica econômica no estudo de um ordenamento jurídico, no entanto, sem fazer menção sobre a divisão didática da teoria econômica em teoria microeconômica e teoria macroeconômica.

Historicamente, Jeremy Bentham, na sua obra *Introduction of morals and legislation* (1789), analisou os incentivos (hoje denominados de *payoffs*, na teoria econômica), os quais criam sanções ou castigos aos infratores de uma norma, vale dizer, determinariam as variáveis relevantes (explicativas) para se analisar a propensão a violações normativas.

Não obstante, o estudo econômico das instituições jurídicas tenha sido objeto de vários estudos na teoria econômica, somente na década de 1960 que se passou a desenvolver-se como ramo do conhecimento, fortalecendo-se exponencialmente a partir de então.

Uma das principais contribuições da AED foi a teoria de Ronald Coase (1960), com o seu artigo *The problem of social cost*, publicado no *Journal of Law and Economics*, vol. 3, p. 1-44, sendo um dos trabalhos mais citados na literatura econômica, responsável pela



formalização teórica do Teorema de Coase, destinado à análise finalística do direito sob o ângulo da teoria econômica.

Especialmente sobre o direito societário, a Análise Econômica da sociedade limitada engloba o tema da responsabilidade limitada e dos argumentos sobre o pressuposto teórico da eficiência de tal entidade (BOTELHO, WINTER, 2014).

O presente artigo tem a finalidade de analisar as implicações teóricas da teoria da eficiência para a sociedade de responsabilidade limitada.

O artigo está dividido em 3 partes, além da presente introdução e da conclusão.

A primeira parte tratará sobre a AED da responsabilidade limitada e os debates teóricos relacionados. Fala-se sobre a relevância da sociedade limitada como entidade voltada para o aumento de produtividade, de acordo com o entendimento de que a responsabilidade limitada promove a eficiência por meio da redução do custo de monitoramento dos sócios, reduzindo o risco de investimento e criando condições para a livre transferência de ações.

Com isso, proporciona-se uma diversificação de carteira de investimentos que, por sua vez, proporciona políticas de investimento mais produtivas nas firmas.

Dialeticamente, analisa-se a hipótese *pro-rata*, a qual sustenta que os problemas da responsabilidade limitada em sociedades poderiam ser resolvidos por meio de responsabilidade partilhada ao invés de solidária. Com isso, os ganhos de eficiência resultarão em incentivos reforçados para limitar investimentos sub-ótimos de risco das firmas.

É relevante salientar que a visão *pro-rata* desafia as justificativas dadas para a responsabilidade limitada das pequenas empresas (BOTELHO, WINTER, 2014).

A segunda parte trata sobre a estrutura do capital e da propriedade para se analisar a questão da eficiência. Em suma, aborda-se a questão da relativização da conexão entre uma única estrutura de propriedade e a maximização do valor da firma.

Em seguida, passa-se ao estudo sobre as vantagens de produtividade sob determinadas condições de concentração de participação. Assim, existem modelos teóricos de AED que pregam que a responsabilidade limitada aumenta a produtividade por meio do desestímulo à concentração e do incentivo à diversificação.

Por fim, traçam-se as conclusões.

## **2. A EFICIÊNCIA ECONÔMICA NO PRISMA DA SOCIEDADE LIMITADA**

Inicia-se o presente tópico com uma revisão da literatura de AED sobre a responsabilidade limitada e a sua aplicação nas sociedades limitadas.

Após, serão avaliados, brevemente, alguns conceitos econômicos relacionados ao contexto econômico da teoria da firma.

A finalidade é demonstrar que algumas questões jurídicas são contestáveis no viés da teoria econômica, sendo um pouco mais complexas.<sup>2</sup>

## 2.1 A TEORIA DA EFICIÊNCIA APLICADA À SOCIEDADE LIMITADA

Uma das abordagens teóricas existentes na AED é o argumento da eficiência da sociedade limitada, a qual teria uma produtividade fortemente favorável à responsabilidade limitada.

Um dos adeptos desse entendimento é Frank Easterbrook e Daniel Fischel (1985, p. 89), os quais sustentam o seu posicionamento por meio do exemplo de uma sociedade de capital aberto em uma hipótese de regime jurídico de responsabilidade ilimitada e solidária.

Frank Easterbrook e Daniel Fischel (1985, p. 93) analisam os investidores de capital da firma e os problemas de projetos de investimentos que seriam encontrados, relacionados com monitoramento, liquidez e diversificação sob o regime da responsabilidade ilimitada.

Nesse sentido, os autores relatam quatro diferenças fundamentais entre a responsabilidade limitada e a ilimitada nas sociedades (EASTERBROOK, FISCHEL, 1985, p. 94).

A primeira diferença é que a responsabilidade limitada diminui a necessidade de quotistas monitorarem os administradores. Relatam que, com a responsabilidade ilimitada, os custos de monitoramento podem ser elevados, e o investimento de capital não seria feito ou considerado como prioridade (EASTERBROOK, FISCHEL, 1985, p. 95).

A segunda diferença é que o regime de responsabilidade solidária possibilita que cada sócio seria responsável por todo o valor de um julgamento insatisfeito. Assim, o regime de responsabilidade ilimitada induz a que sócios incorram em custos de monitoramento dos níveis de riqueza dos demais sócios (EASTERBROOK, FISCHEL, 1985, p. 96).

<sup>2</sup> Existem estudos teóricos mais amplos do que o presente, podendo-se citar dois principais: EASTERBROOK, F. H.; FISCHEL, D. R. Limited liability and the corporation. **University of Chicago Law Review**, vol. 89, p. 89-117, 1985; e BRATTON, W. W.; McCAHERY, J. A. An inquiry into the efficiency of the limited liability company: of theory of the firm and regulatory competition. **Washington and Lee law review**, vol. 54, issue 2, p. 629-688, 1997.



Em terceiro lugar, a responsabilidade limitada permite a transferência de valores mobiliários em um mercado de negociação de ativos, garantindo liquidez. Na ausência de responsabilidade limitada, as quotas societárias seriam de um valor difícil de apreciação, porque as mesmas estariam vinculadas a um excesso de responsabilidades.

A quantidade de tais responsabilidades excedentes dependeria do nível de riqueza dos quotistas; resultando em preços de quotas que englobariam variáveis intratáveis, e a livre transferência estaria restringida.<sup>3</sup>

A quarta observação consubstanciaria ao se reduzirem os custos de monitoramento e os riscos de diminuição de *shareholding*. Nesse caso, a responsabilidade limitada facilita a diversificação porque a diversificação de participações reduz o risco dos detentores de capital, reduzindo o seu custo (EASTERBROOK, FISCHER, 1985, p. 97).

Além disso, a aversão ao risco do *shareholder* é eliminado da relação da agência, de tal maneira que a administração esteja mais livre para realizar investimentos mais arriscados, oferecendo maiores retornos. Assim, a responsabilidade limitada facilitaria a implementação de uma gestão de investimentos para a firma.

Easterbrook e Fischel (1985, p. 103) reconhecem que o risco moral (*moral hazard*) se materializa quando os investidores e os administradores estão protegidos contra responsabilidades (ou passivos) potenciais em caso de perdas em investimentos da sociedade e os custos que envolvem terceiras partes em responsabilidade civil.

No entanto, na concepção dos dois pesquisadores, tal problema não é determinante. Quanto aos reclamantes voluntários da sociedade, Easterbrook e Fischel (1985, p. 104) sustentam que nenhuma externalidade existe porque os credores voluntários recebem uma compensação para assumir o risco extra.

Como reclamantes involuntários, o valor esperado da responsabilidade extracontratual insatisfeita será mínima (EASTERBROOK, FISCHER, 1985, p. 108).

Os incentivos para seguro permanecem fortes, apesar da responsabilidade limitada, porque a responsabilidade extracontratual apresenta uma forte ameaça para os sub-diversificados, investimentos em capital humano específico dos administradores da sociedade.

Concomitantemente, o seguro voluntário não dá uma solução completa porque não é certo que as sociedades podem garantir/segurar todo tipo de responsabilidade por danos.

<sup>3</sup> Nesse sentido, vide também HALPELN, P. et al. An economic analysis of limited liability in Corporation law. *University of Toronto Law Journal*, vol. 30, 1980, p. 117.

Porém, Easterbrook e Fischel (1985, p. 108) concluem que os benefícios da responsabilidade limitada superam os seus custos, na sociedade limitada.

## 2.2 A TEORIA *PRO-RATA*

Além da visão da eficiência apontada, dialeticamente, existe a abordagem da teoria *pro-rata*, a qual fora manipulada por David Leebron (1991), Henry Hansmann e Reinier Kraakman (1991).

Os adeptos da teoria *pro-rata* consideram que a maioria dos problemas encontrados na sociedade limitada identificados pela teoria eficientista podem ser solucionados/compreendidos caso o regime jurídico da sociedade ilimitada desconsidere a regra da solidariedade e da parceria em favor de uma responsabilidade *pro-rata* fundamentada na responsabilidade limitada e ilimitada dita pela proporção da participação social de cada sócio (LEEbron, 1991, p. 1578).

Com isso, os adeptos de tal visão consideram que, em um regime *pro-rata*, os investidores não teriam como visualizar os níveis de riqueza, tendo legal *payoffs* para diversificar e para reduzir o tamanho proporcional das suas *holdings* (LEEbron, 1991, p. 1579).

Ademais, o atual (século XX) regime jurídico das sociedades limitadas seria considerado perverso, tendo em vista a existência de *payoffs* para se investir em funções produção com risco sub-ótimos, o qual poderia ser eliminado com a concepção da teoria *pro-rata* (LEEbron, 1991, p. 1580).

Os condutores de tal entendimento também visualizam que, em um regime jurídico *pro-rata*, a responsabilidade ilimitada não afetaria, inversamente, o papel da participação no sistema financeiro e até mesmo serviria como um mecanismo de melhoria de desempenho da sociedade (HANSMANN, KRAAKMAN, 1991, p. 1907).

## 3. OUTRAS ABORDAGENS DA TEORIA DA EFICIÊNCIA DA RESPONSABILIDADE LIMITADA EM SOCIEDADES



A finalidade do presente tópico é analisar a sociedade limitada sob a ótica da teoria da eficiência em AED, especificamente de acordo com duas abordagens: a da teoria da agência e a da estrutura de propriedade e de capital ótimos.

A partir dessas duas abordagens, visualizar-se-á que a teoria da eficiência da sociedade limitada tem origens em concepções da teoria da firma (*theory of the firm*), elaborada na década de 1950.

A teoria da eficiência contemporânea acaba se originando de tais elementos, continuando, ainda hoje, na mesma esteira de pensamento. Já a teoria da firma, ao contrário, tem se adaptado a alguns componentes da sociedade atual.

O raciocínio *a priori* é que a eficiência da sociedade limitada está fundamentada em dois componentes:

- a) A responsabilidade limitada induz eficiência pelo mecanismo de diversificação de participação (*shareholding*) e de liquidez; e
- b) A diversificação de participação promove uma política de gestão mais eficiente do investimento da firma.

Tais questões têm relações mais estreitas com as primeiras gerações da teoria da agência das sociedades, e com a teoria de incentivos da contratação de administrador-investidor.

O objetivo aqui é avaliar a abordagem da literatura econômica relacionada com a contratação financeira e a estrutura de propriedade ótima que elimine os custos de agência no âmbito de um regime jurídico de responsabilidade limitada em sociedades.

Em seguida, passa-se a considerar recentes visões da teoria econômico de que não poderia existir uma estrutura de propriedade única que lide com otimização de complexos problemas de agência na estrutura de propriedade e de contratação financeira.

Frize-se uma importante limitação contextual: os credores involuntários não aparecem como agentes socioeconômicos na teoria econômica do capital e da estrutura de propriedade. Assim, a presente abordagem leva em consideração apenas as relações entre administradores, credores contratuais e os detentores de capital próprio (*equity holders*).

### 3.1 A HIPÓTESE DE IRRELEVÂNCIA DE MODIGLIANI-MILLER E A PRIMEIRA GERAÇÃO DA TEORIA DA AGÊNCIA





As teorias econômicas do capital e da estrutura da propriedade evoluíram como uma resposta à hipótese de irrelevância de Franco Modigliani e de Merton Miller (1958).

O modelo Modigliani-Miller retrata que o valor da firma em uma estrutura global e de informação completa e sem tributos decorre totalmente da função de produção e é independente da estrutura de capital (MODIGLIANI, MILLER, 1958, p. 268).

Ademais, o custo de capital seria constante em todas as estruturas da dívida em capital (MODIGLIANI, MILLER, 1958, p. 281).

Considerando-se a hipótese de irrelevância da estrutura de capital da firma, a escolha da estrutura corporativa ou da sociedade não faria diferença para o valor da firma, pelo menos no condizente aos efeitos dos contratos com os credores voluntários.

Assim, o ponto de irrelevância continua a mostrar que, nas avaliações jurídicas da responsabilidade limitada, percebe-se que a taxa de juros reflete totalmente o risco transferido para os credores (EASTERBROOK, FISCHER, 1985, p. 105).

A teoria da agência rejeita a hipótese de irrelevância, denotando que fricções afetam o valor da função de produção da empresa, emergindo de características padronizadas de contratos de dívida e de capital.

Como resultado, a teoria da agência afirma que uma estrutura de capital e de propriedade ideal nas firmas existe como uma proposição teórica.

A teoria da eficiência da responsabilidade limitada utiliza a perspectiva da agência, afirmando que a estrutura única de responsabilidade limitada da propriedade conduz a um arranjo ótimo do investimento produtivo (FAMA, 1980, p. 288; FAMA, JENSEN, 1983, p. 327; JENSEN, MECKLING, 1976, p. 305).

O modelo clássico de Michael Jensen e William Meckling de fricções recepciona os contratos padronizados de débito e de capital. Em tal modelo, a responsabilidade limitada é de estrutura ótima de capital e de propriedade (JENSEN, MECKLING, 1976, p. 332).

O modelo assevera que os custos de agência estão relacionados com o capital próprio e as dívidas (JENSEN, MECKLING, 1976, p. 333).

Para as dívidas, os interesses conflitantes dos detentores de dívidas e detentores do capital proporcionam a criação de incentivos para investimentos sub-ótimos. Dada a provisão do contrato de dívida para um pagamento fixo, os detentores de capital recebem uma grande parte dos retornos positivos do investimento (PARGENDLER, HANSMANN, 2013, p. 588).





Ainda, dada a responsabilidade limitada, os detentores de dívidas podem experimentar uma perda maior se o investimento diminuir.

Com isso, o regime de responsabilidade limitada não seria irrelevante. Efetivamente, o regime de responsabilidade limitada seria sub-ótimo porque o seu efeito diferencial no risco de queda comporta incentivos aos detentores de capital para investir em projetos altamente ou sub-otimamente arriscados.

No condizente ao capital, os conflitos onerosos surgem entre os administradores e os detentores externos do capital porque os administradores não seriam proprietários residuais da firma.

Os administradores não ganham de maneira *pro-rata* a partir das atividades lucrativas da firma, não podendo diversificar os arriscados investimentos em capital humano, permanecendo expostos a risco decrescentes da firma.

Com isso, os administradores tenderiam a procurar os seus próprios interesses, em detrimento de atividades de maximização da riqueza para a sociedade.

Jensen e Meckling (1976, p. 335) visualizaram o monitoramento contratual e os esquemas de incentivos para a compensação dos custos de agência do capital e da estrutura da propriedade.

Por hipótese, o capital e a estrutura de propriedade ótimos são um dos elementos que proporcionam a minimização dos custos de agência.

Assim, exemplificativamente, os credores antecipariam o problema de substituição de ativos acima descritos e tentariam minimizar o seu efeito (e os efeitos de outros custos de agência de dívida) por meio de acordos e pelo aumento dos custos da dívida.

Ademais, algumas empresas poderiam incorrer na realização dos interesses dos seus sócios e restringir a má gestão, aumentando a quantidade de dívida.

Na ótica de Jensen e Meckling e outros modelos teóricos correlatos, a preocupação central seria demonstrar como a estrutura de capital poderia ser empregada como um instrumento de *payoff*.

A teoria da eficiência limitada adotaria tal padrão teórico quando prevê que a responsabilidade limitada é necessária para a facilitação da diversificação do sócio porque tal diversificação permitiria que os administradores alcançassem benefícios de produtividade em políticas de investimento aversas ao risco (DIAMOND, 1984, p. 394).

Algumas opiniões têm sido sustentadas contra a visão da teoria da agência da firma.

Assim, quando a teoria da firma assume que a manipulação da estrutura de capital representa uma estratégia dominante para influenciar na gestão da produtividade, ela trata a questão dos termos do contrato de administração com os detentores do capital como fixos.

Destarte, a teoria da agência falha ao considerar que a opção alternativa de oferecer incentivos aos administradores não interferiria na escolha de financiamento da firma (HOLMSTROM, TIROLE, 1989, p. 81).

Caso se possa influenciar, materialmente, os incentivos dos administradores, variando os termos dos seus contratos, seria razoável inferir que tais incentivos poderiam ser oferecidos em diferentes estruturas de capital.

Teoricamente, a análise da agência surge como consistente com a hipótese de Modigliani e Miller, e voltar-se-ia à teoria da irrelevância. Isso caso a teoria da agência pudesse explicar porque as mudanças da estrutura de capital não podeera ser defesita por mudanças no sistema de incentivos contratuais correspondentes (MODIGLIANI, MILLER, 1958, p. 261).

Assim, o mesmo resultado sera possível para a responsabilidade limitada.<sup>4</sup>

### 3.2 A RESPONSABILIDADE LIMITADA DOS ADMINISTRADORES E OS MODELOS DE INCENTIVOS CONTRATUAIS ADMINISTRADOR-INVESTIDOR

Tal como mencionado anteriormente, a relação contratual entre administradores (*managers*) e investidores de capital privado (*equity investors*) tem a finalidade de reforçar a irrelevância teórica do capital e da estrutura de propriedade.

No presente tópico, a finalidade é avaliar alguns modelos teóricos de incentivos contratuais na relação administrador-investidor.

Como é natural, nos modelos de incentivos contratuais administrador-investidor, a preferência dos administradores quanto à responsabilidade limitada ou ilimitada, em caso de fracasso no empreendimento, consiste em uma variável explicativa central.

---

<sup>4</sup> Um estudo geral sobre as visões aqui desenvolvidas pode ser visto em BRATTON, W. W.; McCAHERY, J. A. An inquiry into the efficiency of the limited liability company: of theory of the firm and regulatory competition. **Washington and Lee law review**, vol. 54, issue 2, p. 629-688, 1997. Ademais, a questão também da eficiência societária, da sociedade limitada, tal como abordada no presente tópico pode ser estudada em: EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R. Limited liability and the corporation. **University of Chicago Law Review**, vol. 89, p. 89-117, 1985.



Ademais, ainda nesse modelo, o questionamento sobre se a estrutura do capital representaria um elemento crítico na estrutura ideal de incentivos continua sendo contestada.

Assim como esses modelos inferem, tal questionamento se perpetua em um contexto hipotético reletivamente distinto daquele prevalecente em modelos de agência de primeira geração, pautados na teoria da eficiência da responsabilidade limitada.

Os primeiros modelos teóricos administrador-investidor seguiram uma abordagem da teoria da agência.

Tais modelos trataram sobre a divisão de riscos entre administradores e investidores, sendo que tal partilha poderia induzir a um resultado ótimo, dado pela assimetria da informação no tempo da contatação e da neutralidade de risco por parte do administrador.

Ademais, tais modelos são baseados em pressupostos como o da possível observação da produção da empresa, embora seja influenciada pelas decisões do administrador.

Para a teoria econômica majoritária, tais modelos fundados no *moral hazard*, também se fundamentam na pressmisa que o administrador, antes de contratar, poderia selecionar uma distribuição sobre a produção, influenciada pelos seus esforços (HOLMSTROM, TIROLE, 1989, p. 80).

Os modelos do tipo administrador-investidor estabeleciam que era ótimo para os administradores usarem o conhecimento dos investidores.

Utilizando-se as mesmas fundações teóricas, Milton Haris e Arthur Raviv (1979, p. 231) demonstraram que o agente principal auto-interessado pode criar um contrato ótimo com o administrador de uma firma.

O modelo Harris-Raviv estabelece que, na ausência da responsabilidade limitada ou de outras condições de risco, o contrato ótimo mitiga o problema da agência, colocando todos os riscos e retornos principais do projeto na atuação do administrador.<sup>5</sup>

O investidor recebe, por isso, uma remuneração fixa no âmbito do contrato em troca do seu investimento, e o administrador recebe todos os retornos adicionais do projeto envolvido (PARGENDLER, HANSMANN, 2013, p. 588).

<sup>5</sup> Em teoria econômica, o problema do principal-agente (ou dilema da agência) aborda as dificuldades surgidas em condições de informação assimétrica e incompleta (potencial conflito de interesses e existência de risco moral), quando um principal contrata um agente que o representará nos seus interesses. Visando fazer com que o interesse do agente se coadune com o interesse do principal, fala-se em utilizar meios como: comissões, participação nos lucros, monitoramento do desempenho, pagamentos por metas; fazendo com que exista um liame entre o agente e o medo de demissão. Assim, no campo da AED, o problema do principal-agente pode ser encontrado nas relações entre administradores e sócios de corporações.



Tal arranjo mitigaria o problema da agência. No entanto, essa mitigação somente seria conseguida porque o modelo teórico assume um pressuposto: a existência de instituições contratuais, que garantiria a não-quebra do contrato pelo agente, independentemente dos custos de manutenção das decisões do agente.

No modelo Harris-Havis, a posição do administrador corresponde a do titular do patrimônio da responsabilidade limitada, com a posição do investidor correspondente a de detentor de dívida sem risco.

Porém, o pagamento fixo para o investidor estaria limitado ao modelo de viabilidade, porque não se estaria modelando um investimento de capital (INNES, 1990, p. 45).

Os modelos teóricos posteriores são mais complexos, mas acabam prevendo a responsabilidade limitada para o administrador.

No modelo criado por Robert Innes, na década de 1990, os esforços dispendiosos do administrador melhorariam os retornos esperados do investidor, e a remuneração desse último não poderia ser diminuída, independentemente do lucro (INNES, 1990, p. 46).

Vale lembrar que, nesse modelo, um dos pressupostos seria a impossibilidade do investidor controlar/observar os esforços do administrador.

De acordo com a teoria de Robert Innes (1990, p. 47), se a remuneração do investidor aumentasse monotonicamente, a primeira melhor escolha do investidor seria uma dívida contratual. Sem a restrição monotônica, o contrato ótimo daria ao administrador todos os lucros em tempos de alto lucro e nenhuma lucratividade quando os lucros da empresa estivessem abaixo de determinado nível.

Trata-se de um modelo mais realista com o mundo dos negócios, mas que ainda sofre com a exigência da monotonicidade. Essa restrição lógica, nas palavras de Innes (1990, p. 48), “pode ser motivada tanto por uma exigência de que os investidores nunca têm um incentivo para sabotar a empresa ou por uma capacidade de empreendedores sem custo rever os seus relatórios de lucros para cima (com endividamento escondido para fornecer exemplo de suporte)”.<sup>6</sup>

Nenhuma dessas situações é bastante provável para o resultado da contratação de dívida de Innes.

<sup>6</sup> No original: "can be motivated either by a requirement that investors never have an incentive to sabotage the firm or by an ability of entrepreneurs to costlessly revise their profit reports upward (with hidden borrowing for <sup>7</sup> to provide support example)."



Os modelos teóricos mais recentes estão mais próximos da refutação das relações observadas de administradores e investidores com reivindicações de propriedade.

Nesse sentido, Joseph Williams (1987, p. 29) construiu um modelo multi-período da firma que inclui a aversão ao risco pelo administrador e investidor, ditos então aversos ao risco (*risk-neutral*).

Joseph Williams considera que os esforços do administrador influenciam na produção da firma, e que essa produção é inobservável pelos investidores externos (*outside investors*) (1987, p. 30).

Tais investidores tomam a decisão de investir em  $t = 0$  em dependência de um sistema de monitoramento *ex ante* cuja função é restringir o administrador de se apropriar dos retornos da firma, especificamente, a prestação de garantia da dívida.

Tal modelo prevê que o valor da garantia é incerto no período  $t = 1$ , sendo observado apenas pelo administrador.

O modelo de Williams determina apenas que os contratos financeiros devem especificar a fração da garantia e qual seria o valor financeiro dos ganhos a serem transferidos para os investidores externos em  $t = 1$ .

A problemática maior é que os valores a serem transferidos dependeriam do relatório do administrador que dependeria do valor não-observado da garantia da dívida.

Muito embora alguns doutrinadores tenham se posicionado na ideia de que o contrato ideal seria construído com o administrador alocando toda a garantia para os investidores, Williams (1987, p. 31) refuta tal premissa, atribuindo que tal alocação resultaria no elevado ônus para o administrador que experimentaria uma elevada perda de controle.

Com isso, Williams entende que o controle deve representar um incentivo compatível, já que os investidores externos receberiam todo o ativo e não o dinheiro quando o valor do ativo e o valor de controle estejam baixos. Quando tais valores são altos, os investidores externos recebem uma fração desse valor.

Assim, os resultados desse modelo recebem uma fração do valor. Os resultados desse modelo demonstram que os contratos ótimos envolvem características duplas de capital e de dívida.

O modelo de controle de Williams sintoniza-se com os resultados dos exercícios da antiga teoria da agência, respeitando-se as relações administrador-investidor. Isso porque os modelos anteriores (primeira geração da teoria da agência) consideravam que o administrador



poderia afetar a distribuição de retornos, dependendo fortemente de instrumentos tais como dispositivos de verificação de monitoramento e de penalidades de “inércia” (*deadweight penalties*), com a finalidade de obtenção de melhores resultados.

Tal visão foca no problema da verificação dos resultados firmes ao longo do tempo, destacando-se o excesso de simplicidade do modelo de agência de Jensen-Meckling, o qual centralizou a sua análise sobre um contrato financeiro de um único período.

O modelo Jensen-Meckling concluiu que as mudanças na estrutura de capital podem ser usadas como mecanismos de incentivo para o ajuste do interesse dos administradores. Tal modelo e outros da primeira geração da agência assumem que a rentabilidade da firma e o fluxo de caixa seriam passíveis de contratação (JENSEN, MECKLING, 1976, p. 307).

O modelo de Williams, assim como outros da teoria da economia financeira, refaz tais premissas fundamentais.

Williams (1987, p. 35) ajusta os seus pressupostos com a experiência de firmas reais porque a contratação para incentivos ótimos de investimento deveriam cobrir as contingências que surgem no decorrer do tempo.

Ademais, os modelos mais recentes também visualizam um horizonte além das taxas de capitalização para as mudanças nas características institucionais da firma, visando implementar meios eficazes de limitação da capacidade dos administradores de se apropriar dos retornos da empresa.

A prioridade contratual do modelo de Williams trata de parte do seu poder de incentivo de sua característica de dívida como parte de seu patrimônio. É nisso que reside a sua contestação. Uma visão contratante multiperódica de modelos de informação assimétrica faria questionamentos relacionados com a eficácia relativa dos contratos administrador-investidor e da estrutura do controle de transferência ligadas com a estrutura de capital com o mecanismo para canalizar incentivos à administração em direções produtivas (BRATTON, 1997, p. 646).

Os economistas adeptos de tais modelos entendem que, na medida em que as escolhas cruciais de administração não são passíveis de contratação devida a problemas de observabilidade e de verificabilidade, os esquemas de incentivos monetários fundados na lucratividade da firma ou no desempenho do mercado de ações não poderia esperar para se considerar o instrumento adequado.



Embora seja a segunda melhor solução (*second best choice*, de Pareto), as estruturas de controle que permitem que os *outsiders* tomem ações que os administradores desprezem em caso de mau desempenho da firma podem fazer um trabalho mais efetivo de manipulação de incentivos de administração no sentido produtivo (DEWATRIPONT, TIROLE, 1994, p. 1027).

Já Oliver Hart (1995) faz uma análise mais formal de tal visão. Ele observa que, dados administradores que não obtenham nenhum benefício individual de controle de ativos, o primeiro melhor resultado (*first best result*) pode ser facilmente alcançado (em uma conjuntura sem tributação) com uma estrutura de capital e um simples sistema de compensação de incentivos. Em uma situação de dois períodos, Hart entende que a remuneração dos administradores dependeria inteiramente do dividendo sobre as ações.

Na visão de Hart, uma estrutura complexa de capital que incluísse mandatos de controle deveriam ser interpoladas. Em um ambiente dinâmico, um arranjo de fórmulas contratuais ótimas para definir termos de transferência de controle poderia ser sugerido.

Porém, ainda no modelo de Hart, tal possibilidade parece que um simples contrato de único período define a estrutura de capital da empresa com base em uma projeção particular da direção apropriada para as atividades dos administradores não seria o ideal para todos os cenários futuros (BRATTON, 1997, p. 646).

Como conclusão, pode-se sugerir um ponto relevante para a teoria da eficiência da responsabilidade limitada: em um contexto dinâmico, em ambientes incertos, mais de uma estrutura de responsabilidade para os sócios da firma pode ser ótima, sendo o resultado melhor do que uma única estrutura assumida na primeira geração da teoria da agência.

### 3.3 AS ESTRUTURAS DE PROPRIEDADE ÓTIMA E A TEORIA DA AGÊNCIA NA ANÁLISE DA RESPONSABILIDADE LIMITADA SOCIETÁRIA

A teoria da eficiência da responsabilidade limitada tem íntima relação com a abordagem teórica de uma linha específica da teoria da agência, a qual entende que a estrutura de propriedade única maximiza o valor da sociedade.

As concepções da teoria da eficiência da sociedade limitada em estruturas de propriedade ótima são construídas sob três hipóteses:

- a) A participação dispersa e diversificada induz políticas eficientes de investimento;



- b) A responsabilidade limitada, em função da diversificada de participação, oferece *payoffs* mais poderosos para os gestores da empresa, relacionados com investimentos cujos valores são maiores do que a outra alternativa disponível;
- c) A responsabilidade limitada cria um valor, garantindo a fácil transferência das quotas, a priori, em razão da hipótese de que os *payoffs* ótimos seriam obtidos dentro da sociedade quando os interesses patrimoniais estão sintonizados com um mercado com máxima liquidez.

A teoria da agência constrói as fundações analíticas para a compreensão da estrutura da propriedade para a diminuição dos problemas de risco moral (*moral hazard*) por aqueles responsáveis por uma função produção.

A relação entre estrutura de propriedade e de produção da firma foi analisada pelo modelo teórico de Armin Alchian e Harold Demsetz, de 1972, o qual considera os problemas relacionados com os incentivos de produção e indaga sobre como os proprietários de ativos poderiam motivar os gerentes de ativos a cooperarem.

O modelo tem a dinâmica representada por dois vetores para superarem o problema do controle (ALCHIAN, DEMSETZ, 1972, p. 777):

- a) Incentivos monetários; e
- b) Um terceiro monitor, responsável pela medição do desempenho dos agentes de ativos.

No modelo de Fama e Jensen (1983, p. 327), tal abordagem ficou mais refinada com a consideração da alteração da estrutura da propriedade para a limitação das externalidades diretamente relacionadas com os problemas de incentivos de produção conjunta (*joint production*).

Mais detalhadamente, o modelo sustentava que uma estrutura de propriedade, tal como em uma parceria, pode ser projetado para a produção de uma produção ótima da firma.

O resultado de equilíbrio supostamente decorreria do papel desempenhado pelas restrições contratuais impostas por terceiras partes.

A pesquisa sobre a relação entre a estrutura de propriedade, a produção da equipe, e o valor da empresa se aproximam da robustez quando Bengt Holmstrom (1982, p. 324) identificou a concentração da propriedade do capital como um fator crítico de base.



O modelo de Holmstrom leva em consideração instrumentos para se disciplinar os membros da equipe de produção. Holmstrom faz ênfase de que inexiste regra específica de partilha que possa alcançar uma produção de equilíbrio.

Assim, dada uma não-separabilidade tecnológica e problemas no monitoramento das contribuições individuais da produção da firma, os membros da equipe sempre terão um incentivo para se unirem na facilitação da evasão e, portanto, não poderão impor um acordo de partilha entre eles próprios.

Para resolver o problema de *moral hazard* dos agentes, o principal deve impor um esquema de *payoff* que quebre a restrição orçamentária da empresa, vale dizer, dada uma má notícia sobre o desempenho da equipe, uma autoridade orçamentária deve estar em uma posição para eliminar o uso do capital necessário.

Holmstrom (1982, p. 326) sugere que os quotistas com um compromisso contingente contínuo de fornecer capital poderia desempenhar essa função de incentivo, e na ocorrência de contingência relacionada com o desempenho da equipe, os quotistas são liberados do seu compromisso de financiamento.

Ademais, os incentivos seriam fornecidos por uma fonte marginal: os investidores. E como resultado, na medida em que os investidores fossem chamados para a realização de contribuições para um fundo, seria improvável que os problemas de “parasitismos” ou “aproveitamentos do carona” (*free-riders*) surjam.

Um último problema pode ser citado para a solução no modelo teórico do Holmstrom. É o caso da constatação de que, na medida em que a participação acionária merece um monitoramento, haverá um incentivo para que alguns proprietários se aproveitem dos esforços de outros proprietários.

Assim, sob a perspectiva de monitoramento, um único proprietário poderia ser o ideal ou ótimo. Com isso, dos custos de monitoramento independente da firma e o capital subscrito para financiamento fazem surgir a questão relacionada com o nível ótimo da concentração da propriedade (HOLMSTROM, 1982, p. 327).

Holmstrom (1982, p. 328) identifica um problema central: o da relação entre a concentração de propriedade, liquidez, custos de agência em gestão e governança relacionada com os incentivos de investidores. Tal problema, geralmente, é bem relatado por advogados jussocietários, tal como a questão da separação entre propriedade e controle.

No início da década de 1980, era uma novidade o posicionamento do autor sobre a



ideia de que a concentração poderia auxiliar na resolução do problema da separação entre propriedade e controle. Isso porque, naquela época, as aquisições e outros controles de mercados eram imaginados para se adequarem à necessidade da superação de problemas de ação coletiva dos quotistas.

A teoria da agência de Holmstrom, com isso, acabou antecipando as mudanças do direito societário na década de 1990 sobre as discussões relacionadas com as iniciativas de governança para os acionistas institucionais.

A teoria da concentração de Holmstrom também teve implicações preocupantes na para a teoria da eficiência porque essa última sustentava que a responsabilidade limitada aumentaria a produtividade por meio do desestímulo à concentração e do estímulo à diversificação.

Essa visão teórica sobre a estrutura ótima da propriedade ainda parece estar em um estágio inicial de desenvolvimento. Na medida em que vem evoluindo, centraliza as suas discussões sobre os problemas enfrentados na elevação dos níveis de propriedade da firma na presença de informação privada.

Caso as ações sejam altamente diversificadas, existiriam poucos incentivos para que um único investidor apostasse em monitoramento e controle. O bloco de detenção de ações poderia resolver o problema dos incentivos dos acionistas para investir no monitoramento e controle que surge com alto nível de diversificação.

#### 4. CONCLUSÃO

A análise econômica da sociedade limitada ainda representa assunto dos mais polêmicos, especialmente em razão da sua amplitude na metodologia inter e multidisciplinar da AED.

Exemplificativamente, diversas poderiam ser as soluções de análise da responsabilidade limitada dos sócios em sociedades limitadas, e de entendimentos sobre as relações entre o administrador e os sócios.

Efetivamente, tais problemas também representam polêmicas até mesmo no estudo do direito societário, uma vez que existem administradores inescrupulosos e que fazem mau uso da gestão da pessoa jurídica.



Além disso, sabe-se que os negócios são passíveis de inúmeras transformações e alterações em razão da volatilidade de variáveis e fenômenos aos quais estão submetidos, induzindo riscos por mudanças nas estruturas sociais e modificação nas relações societárias.

Na Análise Econômica do Direito, especialmente, na abordagem econômica baseada em recursos, pode-se dizer que a realidade da sociedade limitada é determinada pelo papel dos seus administradores e do caminho de dependência (*path dependence*) seguido pela mesma durante os tempos.

Especialmente sobre as abordagens feitas no presente artigo, pode-se dizer que, na ausência de uma verificação empírica, acaba não sendo suficiente dizer que existe uma relação entre a estrutura da propriedade privada e o desempenho da empresa.

Seria mais correto mencionar que alguns modelos teóricos da AED demonstram que um elemento de incentivo (*payoff*), tal como uma garantia, poderia fornecer uma forte sustentação econômica para estabilizar os incentivos de uma gestão e limitar os efeitos de decisões arriscadas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization, **The American Economic Review**, vol. 62, n. 5, p. 777-795, dec. 1972.

BENTHAM, J. **An introduction to the principles of morals and legislation**. New York: Courier Dover Publications, 2007.

BOTELHO, Martinho Martins; WINTER, Luís Alexandre Carta. **A eficiência econômica da sociedade limitada: algumas considerações**. VI Congresso Anual da AMDE, Belo Horizonte, agosto/2014. Disponível em: [http://www.congresso.amde.org.br/index.php/CONGRESSO/VI\\_AMDE/paper/view/75/45](http://www.congresso.amde.org.br/index.php/CONGRESSO/VI_AMDE/paper/view/75/45) - Acessado em: 11 de setembro de 2016.

BOTELHO, Martinho Martins; WINTER, Luís Alexandre Carta. **A contribuição da modelagem matemática para a Análise Econômica do Direito**. VI Congresso Anual da AMDE, Belo Horizonte, agosto/2014. Disponível em:



[http://www.congresso.amde.org.br/index.php/CONGRESSO/VI\\_AMDE/paper/view/75/45](http://www.congresso.amde.org.br/index.php/CONGRESSO/VI_AMDE/paper/view/75/45) -

Acessado em: 11 de setembro de 2016.

BOTELHO, Martinho Martins. **A eficiência judicial da justiça comum estadual no Brasil: uma análise jurimétrica pelo método DEA.** In: MINHOTO, Antonio Celso Baeta; IOCOHAMA, Celso Hiroshi; ARAÚJO, Marcelo Labanca Corrêa. *Processo, jurisdição e efetividade da Justiça II*. Florianópolis: Conpedi, 2016, p. 139-155.

BRATTON, W. Dividends, noncontractibility and corporate law. **Cardozo Law Review**, vol. 19, n. 2, p. 409-473, 1997.

BRATTON, W. W.; McCAHERY, J. A. An inquiry into the efficiency of the limited liability company: of theory of the firm and regulatory competition. **Washington and Lee law review**, vol. 54, issue 2, p. 629-688, 1997.

COASE, R. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, Chicago, vol. 3, n. 1, p. 1-44. 1960.

DEWATRIPONT, M.; TIROLE, J. A theory of debt and equity: diversity of securities and manager-shareholder congruence. **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 109, v. 4, p. 1027-1054, 1994.

DIAMOND, D. W. Financial intermediaries and delegated monitoring. **Review of economics studies**, vol. 51, n. 3, p. 393-414, jul. 1984.

EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R. Limited liability and the corporation. **University of Chicago Law Review**, vol. 89, p. 89-117, 1985.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of political economy**, vol. 88, n. 2, p. 288-307, apr. 1980.



FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law & Economics**, vol. 27, p. 327-349, june 1983.

HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R. Toward unlimited shareholder liability for corporate torts. **Yale Law Journal**, vol. 100, p. 19087 1991, p. 1879-1934.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Optimal incentive contracts with imperfect information. **Journal of Economic Theory**, vol. 20, p. 231-259, may 1979.

HART, O. **Firms, contracts and financial structure**. Oxford: New York: Clarendon press, 1995.

HOLMSTROM, B. Moral hazard in teams. **Bell Journal of Economic**, vol. 13, n. 2, p. 324-340, 1982.

HOLMSTROM, B. R.; TIROLE, J. The theory of the firm. In: SCHAMALENSEE, R.; WILLIG, R. D.(eds.) **Handbook of industrial organization**. Oxford: New Holland, 1989, p. 61-133.

INNES, R. Limited liability and incentive contracting with ex ante action choices, **Journal of economic theory**, vol. 52, n. 1, p. 45-67, oct. 1990.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, **Journal of Financial Economics**, vol. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, vol. 48, n. 3, p., 261-297, jun. 1958.

PARGENDLER, M. S.; HANSMANN, H. A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. **Business history**, vol. 55, n. 4, p. 585-600, 2013.



PASTOR PRIETO, S.; PINTOS, J. Law and economics in Spain. In: BOUCKAERT, B.; DE GEEST, G. Encyclopedia of law and economics. Volume I. **The history and methodology of law and economics**. Massachussets: Edward Elgar Publishing Inc., 2000, p. 346-369.

WILLIAMS, J. T. Perquisites, risk and capital structure. **The Journal of Finance**, vol. 42, n. 1, p. 29-48, mar. 1987.